



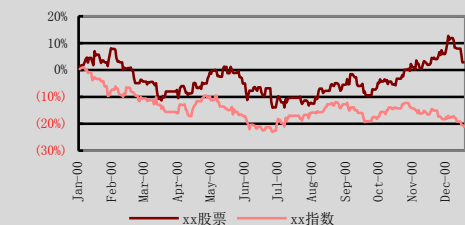
002773.SZ

买入

市场价格：人民币 50.44

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.5)	(13.9)	(4.4)	4.9
相对深证成指	3.1	(3.2)	6.3	14.9

发行股数(百万)	674
流通股(%)	71
流通股市值(人民币 百万)	24,224
3个月日均交易额(人民币 百万)	127
净负债比率(2018E)	净现金
主要股东(%)	
成都康弘科技实业(集团)有限公司	33

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

邓周宇

(86155)82560525

zhouyuding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weilia.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s130051070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

guiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

康弘药业

朗沐国内放量在即，海外三期正式启动

康弘药业自主研发生物1类药康柏西普眼用注射液对应的眼底新生血管疾病市场空间巨大，国内销售潜力过百亿。其相较竞品疗效突出，性价比优势明显，进入国家医保放量确定性和持续性高，未来3年销售额有望突破十亿，新适应症获批有助于进一步打开市场空间。康柏西普美国临床三期试验顺利推进，有望2021年左右实现海外获批上市销售，若占据10-15%的销售份额，可带来超8亿美金的销售收入，将极大增厚公司业绩。公司研发在研品种不乏重磅产品，已搭建VEGF靶点单抗平台提供中长期成长动力。化药和中成药业务保持稳健增长，为公司提供稳定的现金流。我们预计公司18-20年实现净利润7.67亿、9.22亿、11.13亿，维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 朗沐适应症市场空间巨大，进入医保增长确定性和持续性高。

1) 国内市场：我国眼底新生血管疾病患者超过千万（南方所数据：wAMD约300万，PM-CNV160万，DME约400万，RVO约300万），销售潜力过百亿。目前康柏西普国内获批的适应症有wAMD和CNV，DME适应症进入优先审评，RVO适应症处于临床三期，新适应症有望2019-2020年陆续获批。康柏西普2017年实现销售额6.18亿元，同比增长30%，单看执行降价后的首个季度2017年Q4，我们推测销售额约30%左右增长，销量超过50%，降价进医保后放量明显；根据公司最新2018年一季度报，我们推测康柏西普业绩情况跟17年四季度基本持平。鉴于各省份执行医保谈判目录进度略慢于预期，我们推测2017年四季度和2018年一季度是康柏西普进入谈判目录和各地医保的对接过渡期，随着公司加强学术推广和获批适应症治疗渗透率的提升，2018年朗沐销售额将呈现逐季度攀升趋势。

2) 国际市场：目前国际上治疗眼底新生血管疾病的主流药物是阿柏西普和雷珠单抗，两者2017年全球销售金额共计78.17亿美元，其中阿柏西普2017年全球销售额59.29亿美元，美国37.02亿美元；雷珠单抗2017年全球销售额18.88亿美元。我们预计康柏西普有望2021年左右实现海外获批上市销售，若凭借疗效突出、较少注射频次、价格优势等，占据10-15%的销售份额，可带来超8亿美金的销售收入，将极大增厚公司业绩。

■ 公司已搭建VEGF靶点抗体平台提供中长期成长动力。

公司是国内最早申报VEGF单抗药物的厂商，在该类药物上研发积累较深，已经搭建了抗VEGF融合蛋白药物平台和大分子蛋白药物研发平台。KH902（朗沐）已成功上市，目前在研的同类型产品有治疗转移性结直肠癌KH903，处于Ic期临床研究。从时间节点看，KH903预计在未来5-8年上市销售，形成公司长期增长的又一极。

■ 非生物药持续稳健增长，提供稳定现金流。

非生物药领域是公司的传统优势领域，涉及中枢神经系统、消化系统、呼吸系统，拥有多个独家专利，多年来保持稳健增长。公司已经搭建了多个口服新型药物制剂技术平台，通过持续剂型创新获得竞争力。未来，公司有望推出多个首仿药及剂型改良品种，保证稳健增长。

评级面临的主要风险

■ 朗沐销售不达预期；竞品进度快于预期；中成药和化药多竞品上市

估值

■ 我们预计公司18-20年实现净利润7.67亿元、9.22亿元、11.13亿元，当前股价对应PE分别为47、39、32倍，维持买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	2,540	2,786	3,741	4,548	5,517
变动(%)	22	10	34	22	21
净利润(人民币 百万)	497	644	767	922	1,113
全面摊薄每股收益(人民币)	0.736	0.955	1.138	1.367	1.651
变动(%)	(16.7)	29.8	19.1	20.1	20.7
市场预期每股收益(人民币)			1.232	1.613	2.118
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.136	1.366	n.a.
调整幅度(%)			0.2	0.1	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	69.2	53.3	44.8	37.3	30.9
价格/每股现金流量(倍)	40.6	44.8	68.8	29.2	28.3
每股现金流量(人民币)	1.25	1.14	0.74	1.74	1.80
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.1	41.8	33.7	27.1	21.6
每股股息(人民币)	0.150	0.000	0.164	0.159	0.143
股息率(%)	20.4	0.0	14.4	11.6	8.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	2,540	2,786	3,741	4,548	5,517
销售成本	(289)	(317)	(435)	(529)	(637)
经营费用	(1,670)	(1,722)	(2,390)	(2,912)	(3,536)
息税折旧前利润	581	748	915	1,106	1,343
折旧与摊销	(63)	(65)	(80)	(94)	(111)
经营利润 (息税前利润)	517	683	835	1,012	1,233
净利息收入/(费用)	24	30	19	20	23
其他收益/(损失)	27	6	27	26	20
税前利润	568	719	881	1,058	1,275
所得税	(68)	(119)	(108)	(130)	(157)
少数股东权益	3	0	5	6	5
净利润	497	644	767	922	1,113
核心净利润	505	596	769	923	1,113
每股收益 (人民币)	0.736	0.955	1.138	1.367	1.651
核心每股收益 (人民币)	0.748	0.883	1.141	1.370	1.651
每股股息 (人民币)	0.150	0.000	0.164	0.159	0.143
收入增长(%)	22	10	34	22	21
息税前利润增长(%)	26	32	22	21	22
息税折旧前利润增长(%)	22	29	22	21	21
每股收益增长(%)	(17)	30	19	20	21
核心每股收益增长(%)	(17)	18	29	20	21

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2,646	3,103	3,701	4,589	5,517
应收帐款	76	173	163	221	264
库存	147	174	227	275	337
其他流动资产	7	14	35	11	45
流动资产总计	2,876	3,464	4,126	5,096	6,163
固定资产	538	665	666	674	682
无形资产	221	378	444	539	612
其他长期资产	108	72	72	84	76
长期资产总计	867	1,115	1,182	1,297	1,370
总资产	3,758	4,586	5,308	6,384	7,517
应付帐款	74	127	62	195	135
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	519	453	598	660	808
流动负债总计	593	579	710	905	993
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	261	463	273	332	356
股本	675	674	674	674	674
储备	2,421	2,979	3,636	4,451	5,467
股东权益	2,905	3,544	4,310	5,125	6,141
少数股东权益	0	0	5	11	17
总负债及权益	3,758	4,586	5,308	6,384	7,517
每股帐面价值 (人民币)	4.30	5.26	6.39	7.60	9.11
每股有形资产 (人民币)	3.98	4.70	5.73	6.80	8.20
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.54)	(4.60)	(5.17)	(6.51)	(7.95)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	568	719	881	1,058	1,275
折旧与摊销	63	65	80	94	111
净利息费用	(24)	(30)	(19)	(20)	(23)
运营资本变动	299	14	132	144	1
税金	(64)	(74)	(108)	(130)	(157)
其他经营现金流	4	74	(466)	29	7
经营活动产生的现金流	846	767	499	1,176	1,215
购买固定资产净值	19	157	147	197	192
投资减少/增加	16	30	13	14	19
其他投资现金流	(285)	(111)	(294)	(393)	(384)
投资活动产生的现金流	(250)	76	(134)	(183)	(173)
净增权益	(101)	0	(111)	(107)	(96)
净增债务	0	0	60	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	199	(149)	75	(83)	(198)
融资活动产生的现金流	98	(123)	77	(87)	(74)
现金变动	694	720	442	906	968
期初现金	1,688	2,386	3,102	3,544	4,450
公司自由现金流	596	843	365	993	1,042
权益自由现金流	572	812	407	973	1,019

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.9	26.8	24.5	24.3	24.3
息税前利润率(%)	20.4	24.5	22.3	22.3	22.3
税前利润率(%)	22.4	25.8	23.6	23.3	23.1
净利率(%)	19.6	23.1	20.5	20.3	20.2
流动性					
流动比率(倍)	4.9	6.0	5.8	5.6	6.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.6	5.7	5.5	5.3	5.9
估值					
市盈率(倍)	69.2	53.3	44.8	37.3	30.9
核心业务市盈率(倍)	68.1	57.7	44.7	37.2	30.9
市净率(倍)	11.9	9.7	8.0	6.7	5.6
价格/现金流(倍)	40.6	44.8	68.8	29.2	28.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.1	41.8	33.7	27.1	21.6
周转率					
存货周转天数	164.3	184.8	167.8	172.9	175.2
应收帐款周转天数	13.5	16.3	16.4	15.4	16.0
应付帐款周转天数	8.1	13.1	9.2	10.3	10.9
回报率					
股息支付率(%)	20.4	0.0	14.4	11.6	8.7
净资产收益率(%)	18.4	20.0	19.5	19.5	19.8
资产收益率(%)	13.7	13.7	14.8	15.2	15.6
已运用资本收益率(%)	4.6	5.0	4.8	4.8	4.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测